

信义山证汇通天下

证券研究报告

网络接配及塔设

天孚通信 (300394.SZ)

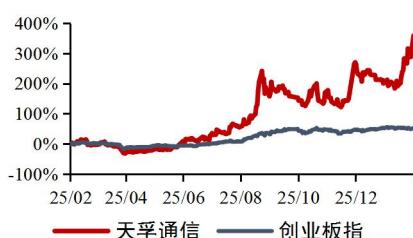
买入-A(维持)

业绩符合预期，1.6T 光引擎和 CPO、NPO 产品放量可期

2026 年 2 月 10 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 2 月 9 日

收盘价（元/股）：	297.90
总股本（亿股）：	7.77
流通股本（亿股）：	7.76
流通市值（亿元）：	2,311.26

基础数据：2025 年 9 月 30 日

每股净资产（元/股）：	6.28
每股资本公积（元/股）：	1.13
每股未分配利润（元/股）：	3.69

资料来源：常闻

投资要点：

- 公司发布 2025 年业绩预告。公司近期发布了 2025 年业绩预告，2025 年归母净利润预计为 18.8-21.5 亿元，同比增长 40.0%-60.0%；扣非归母净利润预计为 18.3-21.1 亿元，同比增长 39.2%-60.4%。按照业绩预告中值，公司 25Q4 归母净利润或实现 5.5 亿，同比增长 49.9%、环比下降 2.8%。公司认为业绩归因得益于全球高速光器件产品需求稳定增长叠加公司智能制造持续降本增效共同促进了有源和无源产品线营收增长。
- 物料瓶颈逐渐缓解，1.6T 光引擎将环比上量。海外 CSP 厂商在近期公布的财报中普遍对 AI 硬件资本开支指引乐观，智能体工作流成为 token 消耗“杀手级应用”。英伟达在近期已经顺利切换以 GB300 NVL72 为主的出货结构，trendforce 预计 2026 年 GB300 平台占全球 AI 服务器机架出货量的 7 到 8 成。目前英伟达已推出以 800G infiniBand ConnectX8 网卡搭配 Quantum X800 交换机以及 800G 以太网 ConnectX9 搭配 SpectrumX6 为主的 1.6T（交换机侧）端口解决方案。英伟达供应链方面 1.6T 光模块竞争格局预计较 800G 无重大变化，公司作为光引擎重要合作伙伴享受量价齐升并有能力延伸至模块代工。2025 下半年以来，EML 等光芯片短缺成为高速光模块放量重要瓶颈，英伟达已向 EML 光芯片供应商进行了产能锁定动作，我们认为公司光引擎业务 2026 起有望环比上量。
- 公司通过 FAU 等核心无源组件定制和高效率耦合工艺成为英伟达 CPO 供应链重要玩家。英伟达已在 Scaleout 网络推出了 Quantum 3450、Spectrum 6810、Spectrum 6800 三款 CPO 交换机，网络功耗下降、集群性能一致性、工作稳定性被认为是主要卖点。Semianalysis 认为天孚极有可能成为 X800-Q3450 CPO 交换机 FAU 核心供应商，其核心优势在于强大的制造能力。而英伟达网络也在 GTC2025 后将公司作为光纤、连接器和微光学的核心合作伙伴，负责 ELS 激光器与偏振的结合、光纤在硅光引擎的集成与维护，并将数据输出到前面板等。我们认为，公司在 CPO 交换机的 FAU、光引擎封测、ELS 模组等均具有制造能力，单位价值量或持续提升。
- Scaleup 侧有望成为 CPO/NPO 主战场，公司有源业务中长期有望看到更大的增长曲线。Semianalysis 认为，考虑到 Scaleup 相比 Scaleout 采用 CPO 在 TCO 方面具有更显著的优势，Scaleup 光电合封的部署规模将大的多，影响也



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

会更深远。国内方面腾讯认为 NPO 通过将 OE 引擎部署在靠近主芯片，具有低成本和低时延优势，同时尺寸更小、速率更快、降低部署运维工作量，已联合阿里云等在 ODCC 发起 3.2T NPO 标准化项目。Intel 在 SC25 的报告《Photonics Enabled Systems for the Disaggregated Era of Supercomputing and AI》中认为，Rubin Ultra NVL576 由四个 NVL144 canister 组成，每个 canister 通过正交 PCB 背板进行 NVLINK 互联，四个 canister 则有望通过 CPO/NPO 技术实现互联，每个 GPU（按 NVL576 有 144 个 GPU 算）需要 4.5 个 3.2T CPO/NPO 光引擎。展望未来 Scaleup 超节点多厂商扩展到 224G SERDES、500 卡以上超节点，铜连接受限于距离物理极限，光电合封技术或为主流选择。由于超节点形态下 Scaleup 的带宽是 Scaleout 的 9 倍左右（例如 GB300），柜内 CPO/NPO 的渗透带来的弹性将远大于 Scaleout 网络。

盈利预测和投资建议：考虑到 2026 年大客户受益于北美资本开支 1.6T 光模块需求强劲，2027 年后 Scaleout、Scaleup CPO/NPO 相关收入有望起量，我们预计公司 2025-2027 年归母公司净利润 20.1/37.8/55.8 亿元（前次预测为 20.4/34.8/45.2），同比增长 49.3%/88.6%/47.4%，不考虑港股发行摊薄等对应 EPS 为 2.58/4.87/7.18 元，2 月 9 日收盘价对应 PE 分别为 115.4/61.2/41.5，维持“买入-A”评级。

风险提示：由于供应链和产能爬坡等因素公司在大客户 1.6T 份额不及预期，行业 CPO 交换机出货不及预期，公司在 CPO 交换机商业模式未确定导致受益价值量不及预期，英伟达 Scaleup CPO/NPO 推进不及预期等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,939	3,252	5,411	10,551	16,643
YoY(%)	62.0	67.7	66.4	95.0	57.7
净利润(百万元)	730	1,344	2,006	3,783	5,578
YoY(%)	81.1	84.1	49.3	88.6	47.4
毛利率(%)	54.3	57.2	53.4	52.5	49.6
EPS(摊薄/元)	0.94	1.73	2.58	4.87	7.18
ROE(%)	21.7	33.7	35.1	42.4	39.8
P/E(倍)	317.3	172.4	115.4	61.2	41.5
P/B(倍)	72.5	58.2	40.6	26.0	16.5
净利率(%)	37.6	41.3	37.1	35.9	33.5

资料来源：常闻，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3045	3524	5303	8640	13875
现金	1864	1978	2995	4719	7146
应收票据及应收账款	428	780	1231	2407	3994
预付账款	4	11	11	35	35
存货	256	350	658	1069	2286
其他流动资产	493	404	408	410	415
非流动资产	853	1212	1671	2240	3323
长期投资	8	9	9	10	11
固定资产	616	804	1263	1902	2861
无形资产	49	82	99	119	136
其他非流动资产	179	318	300	209	315
资产总计	3898	4737	6974	10880	17199
流动负债	504	727	1235	1941	3168
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	277	323	764	1091	2015
其他流动负债	227	403	471	850	1153
非流动负债	31	24	24	24	24
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	24	24	24	24
负债合计	535	751	1259	1965	3192
少数股东权益	171	6	6	5	3
股本	395	554	776	776	776
资本公积	1073	1019	797	797	797
留存收益	1727	2398	3501	5392	8181
归属母公司股东权益	3193	3980	5709	8910	14004
负债和股东权益	3898	4737	6974	10880	17199

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1939	3252	5411	10551	16643
营业成本	886	1391	2521	5010	8387
营业税金及附加	17	31	50	99	154
营业费用	18	23	49	90	141
管理费用	83	132	216	401	599
研发费用	143	232	379	739	1165
财务费用	-59	-91	-137	-259	-403
资产减值损失	-23	-35	-60	-179	-250
公允价值变动收益	1	0	1	0	0
投资净收益	16	7	20	25	30
营业利润	862	1536	2313	4337	6402
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	21	1	11	6	9
利润总额	841	1535	2302	4332	6394
所得税	111	192	296	550	817
税后利润	730	1343	2006	3782	5576
少数股东损益	-0	-1	-0	-1	-2
归属母公司净利润	730	1344	2006	3783	5578
EBITDA	908	1635	2408	4507	6672

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	62.0	67.7	66.4	95.0	57.7
营业利润(%)	91.3	78.1	50.6	87.5	47.6
归属于母公司净利润(%)	81.1	84.1	49.3	88.6	47.4
盈利能力					
毛利率(%)	54.3	57.2	53.4	52.5	49.6
净利率(%)	37.6	41.3	37.1	35.9	33.5
ROE(%)	21.7	33.7	35.1	42.4	39.8
ROIC(%)	22.1	32.7	34.5	41.9	39.3
偿债能力					
资产负债率(%)	13.7	15.8	18.1	18.1	18.6
流动比率	6.0	4.9	4.3	4.5	4.4
速动比率	5.4	4.3	3.7	3.9	3.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	1.2	1.2
应收账款周转率	5.2	5.4	5.4	5.8	5.2
应付账款周转率	4.5	4.6	4.6	5.4	5.4
估值比率					
P/E	317.3	172.4	115.4	61.2	41.5
P/B	72.5	58.2	40.6	26.0	16.5
EV/EBITDA	252.1	139.9	94.6	50.1	33.5

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	902	1263	1772	2812	3911
净利润	730	1343	2006	3782	5576
折旧摊销	90	124	136	221	350
财务费用	-59	-91	-137	-259	-403
投资损失	-16	-7	-20	-25	-30
营运资金变动	66	-197	-212	-907	-1581
其他经营现金流	91	92	-1	-1	-1
投资活动现金流	258	-358	-573	-765	-1402
筹资活动现金流	-9	-782	-182	-323	-82
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.1	1.73	2.58	4.87	7.18
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	1.62	2.28	3.62	5.03
每股净资产(最新摊薄)	4.11	5.12	7.34	11.46	18.01

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

